

# 沱牌舍得 (600702)

证券研究报告

2018年01月23日

## 沱小九：夯实沱牌大众名酒，填补品类空缺

**事件：**1月9日,公司在成都西村空间举办的“沱小九品牌上市发布会”。

### 点评：

**1、小酒市场向品牌回归，沱牌及时切入。**在小瓶酒（100ML）细分领域，小郎酒的大卖，拉开向品牌回归的趋势在小瓶酒市场的序幕。以往主流企业因为小瓶酒货值低（终端售价10-30元/瓶），普遍重视程度不够，资源投入有限。但有组织、运作能力的企业进入之后，通过大量铺货，终端优化成列提高渗透率；品牌领先，品质领先，性价比高导致复购率高，渗透率、复购率双升，收入规模迅速扩大，这是过去一年以小郎酒为代表的品牌小酒大卖的原因所在。在这个趋势下，定位大众名酒的沱牌及时切入，推出沱小九，定位品质小酒，宣传凸出“六粮酿 三年藏”的品质特征。

**2、对内沱小九填补品类空白。**沱牌定位大众名酒，2016年改制之后，将上千款品类精简为沱牌天曲、特曲、优曲三大产品线，价格带横跨80-200元。80元以下的价格带缺乏有代表性的主力产品，主要原因在于货值太低，厂商要被动在品质和毛利之间做出抉择。而小瓶酒恰好满足了品质和毛利的双诉求，售价在20-30元/瓶的小瓶酒，对应500ML的主流规格，售价在100-150元，处在沱牌的主流价位上。因此，沱小九的推出，进一步开发利用了沱牌这个名酒品牌，在兼顾品牌形象、产品品质、毛利空间的同时，填补了沱牌80元以下的价格带空白，产品线进一步丰富。

**3、定位年轻消费群体，一脉相承中保持创新。**沱小九目标群体是年轻消费群体，独特的瓶盖拉环设计，简易方便，水波瓶身设计差异性高，辨识度高。产品品质方面，坚持纯粮酿造。品牌性格延续“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”、“智慧人生，品味舍得”的风格，“喝小九、向前走”主打正在拼搏，不断向前的情感诉求。渠道政策方面承接了沱牌舍得的经典策略，备受好评的“零风险经营，按照购货成本回购库存”、“优势网点覆盖”、“专项费用支持经销商组建销售团队”。

**投资建议：**民营机制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。推出新品沱小九，进一步开发利用了沱牌这个名酒品牌，丰富沱牌产品线。预计公司17-19年营业收入18.5、24.5、30.5亿元，净利润2.5、5.5、8.4亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过50%，给予18年40倍市盈率，6个月目标价65元，买入评级。

**风险提示：**食品安全风险，新品推进不达预期风险，宏观经济增速下滑风险，定增推进不达预期风险

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	50.41元
目标价格	65元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	337.30
流通A股股本(百万股)	337.30
A股总市值(百万元)	16,136.43
流通A股市值(百万元)	16,136.43
每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	43.90
一年内最高/最低(元)	51.17/22.50

### 作者

**刘鹏** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《沱牌舍得-公司点评:优势资源聚焦舍得，坚定把握次高端行情》2017-12-22
- 《沱牌舍得-季报点评:毛利持续提升，预收款增幅明显》2017-10-30
- 《沱牌舍得-公司点评:定增获批带来体制活力》2017-09-13

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,156.14	1,461.58	1,853.29	2,450.23	3,050.29
增长率(%)	(19.99)	26.42	26.80	32.21	24.49
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	442.23	795.67	1,190.86
净利润(百万元)	7.13	80.20	253.63	554.83	843.00
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	216.25	118.76	51.94
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.75	1.64	2.50
市盈率(P/E)	2,263.77	201.21	63.62	29.08	19.14
市净率(P/B)	7.19	6.94	6.53	5.76	4.85
市销率(P/S)	13.96	11.04	8.71	6.59	5.29
EV/EBITDA	69.14	31.17	34.49	21.00	12.42

资料来源：wind，天风证券研究所

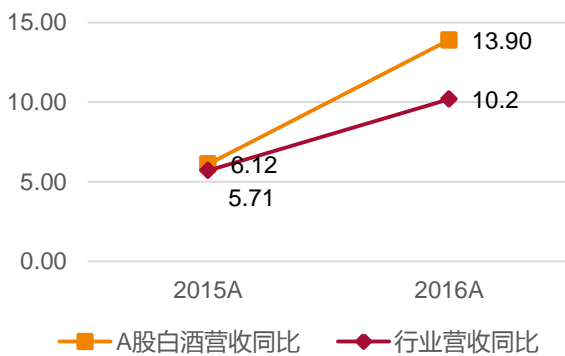
## 1. 事件:

1月9日,公司在成都西村空间举办的“沱小九品牌上市发布会”。

## 2. 点评:

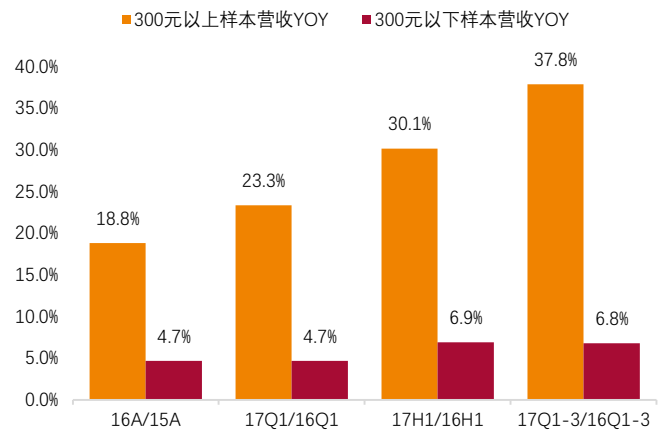
1、小酒市场向品牌回归,沱牌及时切入。15-16年上市白酒公司收入增速高于行业增速,聚焦行业内上市公司内部16A-17Q3,300元以上白酒企业增速高于300元以下增速,白酒市场向品牌回归的趋势进一步强化。在小瓶酒(100ML)细分领域,小郎酒的大卖,拉开向品牌回归的趋势在小瓶酒市场的序幕。细分领域的趋势和行业的趋势背后的逻辑是一致的,本质是具备名酒基因的强势品牌企业同时在产品和管理方面也具备优势。不同的是小瓶酒货值低(终端售价10-30元/瓶),以往主流企业普遍重视程度不够,资源投入有限。有组织、运作能力的企业进入之后,通过大量铺货,终端优化陈列提高渗透率;品牌领先,品质领先,性价比高导致复购率高,渗透率、复购率双升,收入规模迅速扩大,这是过去一年以小郎酒为代表的品牌小酒大卖的原因所在。在这个趋势下,定位大众名酒的沱牌及时切入,推出沱小九,定位品质小酒,宣传凸出“六粮酿 三年藏”的品质特征。

图 1: 2015-2016 年白酒行业及上市公司收入增速 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2016A-2017Q3A 股白酒板块收入增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 沱小九宣传渲染图



资料来源: 公司官微, 天风证券研究所

2、对内沱小九填补品类空白带。沱牌定位大众名酒,2016年改制之后,将上千款品类精简为沱牌天曲、特曲、优曲三大产品线,价格带横跨80-200元。80元以下的价格带缺乏

有代表性的主力产品，主要原因在于货值太低，厂商要被动在品质和毛利之间做出抉择。而小瓶酒恰好满足了品质和毛利的双诉求，售价在 20-30 元/瓶的小瓶酒，对应 500ML 的主流规格，售价在 100-150 元，处在沱牌的主流价位上。因此，沱小九的推出，进一步开发利用了沱牌这个名酒品牌，在兼顾品牌形象、产品品质、毛利空间的同时，填补了沱牌 80 元以下的价格带空白，产品线进一步丰富。

**3、定位年轻消费群体，一脉相承中保持创新。**沱小九重点目标针对年轻消费群体，独特的瓶盖拉环设计，简易方便，水波瓶身设计差异性高，辨识度高。产品品质方面，坚持纯粮酿造。品牌性格延续“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”、“智慧人生，品味舍得”的风格，“喝小九、向前走”主打正在拼搏，不断向前的情感诉求。渠道政策方面承接了沱牌舍得的经典策略，备受好评的“零风险经营，按照购货成本回购库存”、“优势网点覆盖”、“专项费用支持经销商组建销售团队”。

图 4：纯粮酿造



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：极简拉环设计



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 投资建议：

民营机制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。推出新品沱小九，进一步开发利用了沱牌这个名酒品牌，丰富沱牌产品线。

预计公司 17-19 年营业收入 18.5、24.5、30.5 亿元，净利润 2.5、5.5、8.4 亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过 50%，给予 18 年 40 倍市盈率，6 个月目标价 65 元，买入评级。

### 4. 风险提示

食品安全风险，新品推进不达预期风险，宏观经济增速下滑风险，定增推进不达预期风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金						营业收入					
应收账款	307.95	541.27	794.27	196.02	1,249.70	营业成本	1,156.14	1,461.58	1,853.29	2,450.23	3,050.29
预付账款	45.28	59.96	81.45	28.69	42.74	营业税金及附加	573.02	523.87	465.17	563.55	692.42
存货	1.06	1.06	0.99	1.09	1.71	营业费用	129.85	165.58	209.75	277.32	345.34
其他	2,117.86	2,175.20	1,115.47	3,122.87	1,837.18	管理费用	238.46	318.06	481.85	551.30	549.05
<b>流动资产合计</b>	<b>122.80</b>	<b>58.11</b>	<b>199.38</b>	<b>173.05</b>	<b>247.66</b>	财务费用	167.16	221.00	296.53	306.28	320.28
长期股权投资	2,594.95	2,835.59	2,191.58	3,521.72	3,379.01	资产减值损失	35.31	20.97	21.00	28.65	26.43
固定资产	228.91	219.91	219.91	219.91	219.91	公允价值变动收益	0.15	22.32	5.00	5.00	5.00
在建工程	588.90	570.79	595.47	626.05	647.17	投资净收益	0.04	(0.24)	1.00	(0.67)	0.11
无形资产	87.13	68.01	76.81	94.08	86.45	其他	14.93	(9.00)	8.37	8.37	8.37
其他	168.45	163.98	158.40	152.81	147.23	<b>营业利润</b>	<b>(29.94)</b>	<b>18.47</b>	<b>(10.07)</b>	<b>(15.41)</b>	<b>(16.97)</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>92.98</b>	<b>106.81</b>	<b>98.83</b>	<b>95.53</b>	<b>94.08</b>	营业外收入	27.16	180.55	374.68	725.84	1,120.26
<b>资产总计</b>	<b>1,166.37</b>	<b>1,129.51</b>	<b>1,149.42</b>	<b>1,188.39</b>	<b>1,194.85</b>	营业外支出	6.20	6.68	5.56	6.15	6.13
短期借款	3,761.32	3,965.10	3,340.99	4,710.11	4,573.85	<b>利润总额</b>	<b>0.61</b>	<b>3.52</b>	<b>1.69</b>	<b>1.94</b>	<b>2.39</b>
应付账款	753.00	836.00	0.00	735.22	0.00	所得税	32.75	183.71	378.55	730.04	1,124.00
其他	309.80	351.53	305.50	394.59	463.79	<b>净利润</b>	<b>25.62</b>	<b>103.51</b>	<b>124.92</b>	<b>175.21</b>	<b>281.00</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>449.19</b>	<b>448.98</b>	<b>561.41</b>	<b>652.73</b>	<b>778.20</b>	少数股东损益	7.13	80.20	253.63	554.83	843.00
长期借款	1,511.99	1,636.51	866.91	1,782.54	1,241.99	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	121.04	0.00	每股收益(元)	7.13	80.20	253.63	554.83	843.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.50</b>	<b>3.27</b>	<b>3.34</b>	<b>3.37</b>	<b>3.32</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3.50</b>	<b>3.27</b>	<b>3.34</b>	<b>124.40</b>	<b>3.32</b>						
少数股东权益	1,515.49	1,639.78	870.25	1,906.94	1,245.31	<b>主要财务比率</b>					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	337.30	337.30	337.30	337.30	337.30	营业收入					
留存收益	799.31	801.97	801.97	801.97	801.97	营业利润	-19.99%	26.42%	26.80%	32.21%	24.49%
其他	1,908.53	1,988.02	2,133.45	2,465.86	2,991.25	归属于母公司净利润	-15.59%	564.71%	107.52%	93.72%	54.34%
<b>股东权益合计</b>	<b>(799.31)</b>	<b>(801.97)</b>	<b>(801.97)</b>	<b>(801.97)</b>	<b>(801.97)</b>	<b>获利能力</b>	<b>-46.76%</b>	<b>1025.11%</b>	<b>216.25%</b>	<b>118.76%</b>	<b>51.94%</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,245.83</b>	<b>2,325.32</b>	<b>2,470.75</b>	<b>2,803.16</b>	<b>3,328.55</b>	毛利率					
						净利率	50.44%	64.16%	74.90%	77.00%	77.30%
						ROE	0.62%	5.49%	13.69%	22.64%	27.64%
						ROIC	0.32%	3.45%	10.27%	19.79%	25.33%
						<b>偿债能力</b>	<b>0.56%</b>	<b>3.38%</b>	<b>10.72%</b>	<b>36.15%</b>	<b>25.50%</b>
						资产负债率					
						净负债率	40.29%	41.36%	26.05%	40.49%	27.23%
						流动比率	25.68%	19.55%	10.62%	2.71%	25.68%
						速动比率	1.72	1.73	2.53	1.98	2.72
						<b>营运能力</b>	<b>0.32</b>	<b>0.40</b>	<b>1.24</b>	<b>0.22</b>	<b>1.24</b>
						应收账款周转率					
						存货周转率	22.57	27.78	26.21	44.49	85.40
						总资产周转率	0.55	0.68	1.13	1.16	1.23
						<b>每股指标(元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.38</b>	<b>0.51</b>	<b>0.61</b>	<b>0.66</b>
						每股收益					
						每股经营现金流	0.02	0.24	0.75	1.64	2.50
						每股净资产	0.36	0.68	3.79	-3.36	6.81
						<b>估值比率</b>	<b>6.66</b>	<b>6.89</b>	<b>7.33</b>	<b>8.31</b>	<b>9.87</b>
						市盈率					
						市净率	2,263.77	201.21	63.62	29.08	19.14
						EV/EBITDA	7.19	6.94	6.53	5.76	4.85
						EV/EBIT	69.14	31.17	34.49	21.00	12.42

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com